

审慎推荐-A (维持)

招商轮船 601872.SH

目标估值: 7.00 元

当前股价: 5.01 元

2010 年 5 月 4 日

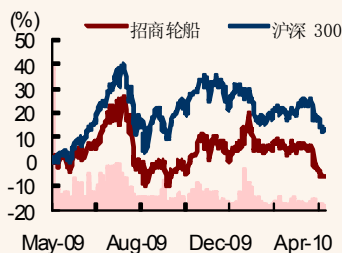
盈利复苏受益于船型结构

基础数据

上证综指	2871
总股本(万股)	343340
已上市流通股(万股)	343340
总市值(亿元)	172
流通市值(亿元)	172
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	4.0
资产负债率	32.9%
主要股东	招商局轮船股份有限
主要股东持股比例	54.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-4	-1
相对表现	-2	2	-18



相关报告

- 1、《招商轮船(601872)-VLCC 与 Handymax 景气驱动盈利复苏》2010/4/28
- 2、《深赤湾(000022)-受益出口复苏的优选配置》2010/4/18
- 3、《中海发展(600026)-COA 尘埃落定,运力扩张布局远洋》2010/4/6

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090208030187

公司 2009 年和 2010 年 1 季报分别实现每股盈利 0.10 和 0.07 元,符合预期。今年以来,VLCC 与 Handymax 分别是细分市场运价表现最好的船型,招轮也因此受益。公司在 2010 年的盈利改善较为确定且估值水平处于行业低端,可加以关注。

- 招商轮船(601872) 2009 年报符合预期,2010 年 1 季盈利改善。公司 2009 年营业收入和归属母公司净利润分别同比下降了 42%和 72%,其中实现归属母公司的净利润为 3.43 亿元,对应每股收益 0.10 元,符合预期。2010 年 1 季度营业收入和毛利分别环比增长 28%和 103%;当季实现归属母公司的净利润为 2.24 亿元,对应每股收益 0.07 元,已初步呈现出盈利复苏的趋势。
- 油轮业务 2010 年浅析: VLCC 绝对主角。历史上 4 月份往往是油轮运价的全年低点,但是 VLCC 的 TCE 水平 4 月以来仍高达 5-6 万美元/天,和一季度的均值基本持平,预期二季度油轮市场将有望淡季不淡。受供需关系影响,年初以来原油轮运价走势强于成品油轮。招商轮船(601872)的油轮运输业务很大程度上专注于原油运输,由此也成为市场上最大的受益者。
- 干散货运输业务 2010 年浅析: Handymax 提振公司盈利。受供求关系影响,Handymax 是今年以来运价持续性表现最好的船型。招商轮船(601872)现有干散货运输的主力船型是即是 Handymax,这也是年初以来盈利能力最强的干散货船型。未来,公司干散货运力的扩张将以大型的 Capesize 为主。
- 招商轮船(601872)的盈利表现具有相对优势。仅就 2010 年航运市场目前所观察到的特点来看,VLCC 与 Handymax 分别成为细分市场的赢家。公司事实上也是最为受益 VLCC 与 Handymax 的航运企业,其原油轮比例要高于长航油运(600087)与中海发展(600026),Handy 船型的比例则要高于中国远洋(601919),而中海发展则有相当部分运力在沿海的内贸煤炭运输市场运营。
- 维持“审慎推荐-A”投资评级。招商轮船(601872)在 2010 年的盈利将为出现较为确定的改善。预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.29 和 0.32 元,对应 PE 为 17.4x 和 15.3x,估值水平位于行业低端,给予“审慎推荐”评级。
- 风险提示: 经济复苏程度弱于预期、行业运力供给超出预期

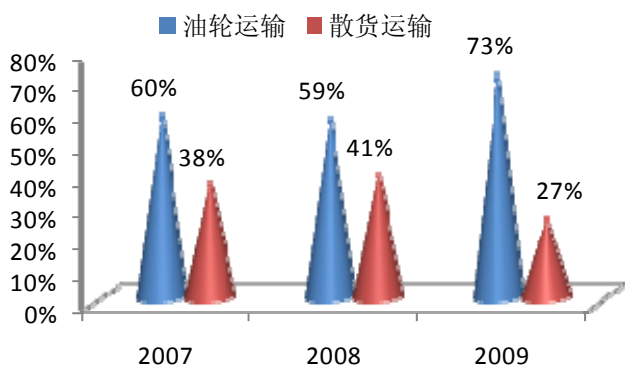
财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2421	3211	1864	3139	3736
同比增长	-1%	33%	-42%	68%	19%
营业利润(百万元)	896	1313	425	1054	1244
同比增长	-9%	47%	-68%	148%	18%
净利润(百万元)	848	1233	343	984	1111
同比增长	-4%	45%	-72%	187%	13%
每股收益(元)	0.25	0.36	0.10	0.29	0.32
PE	20.3	13.9	50.1	17.5	15.5
PB	2.0	1.8	1.8	1.7	1.6

资料来源: 招商证券

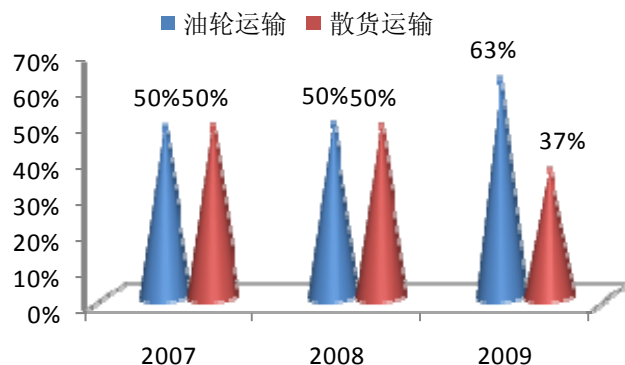
1、业绩回顾：09 年报符合预期, 2010 年 1 季盈利改善

图1、招商轮船（601872）2009年的营业收入构成



资料来源：招商证券研发中心

图2、招商轮船(601872)2009年的营业利润构成



资料来源：招商证券研发中心

招商轮船（601872）2009 年营业收入和归属母公司净利润分别同比下降了 42%和 72%，其中实现归属母公司的净利润为 3.43 亿元，对应每股收益 0.10 元，符合预期。

表 1、招商轮船（601872）2009 年主营业务收入与成本变化解析

(万元)	2008	2009	%
主营业务收入	3184	1864	-42%
油轮运输	1882	1369	-28%
干散货运输	1301	495	-62%
主营毛利率	48%	23%	-25%

资料来源：公司报表、招商证券

公司 2010 年一季度营业收入和毛利润别环比增长了 28%和 103%。招商轮船（601872）当季实现归属母公司的净利润为 2.24 亿元，对应每股收益 0.07 元（含 0.01 元的旧船处置收益），已初步呈现出盈利复苏的趋势。

表 2、招商轮船（601872）2010 年 1 季度盈利已经显现改善趋势

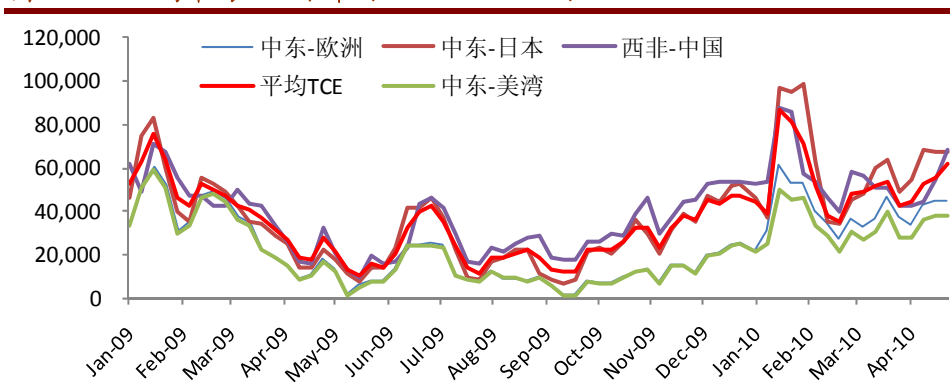
(百万元)	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
营业收入	640.2	499.0	401.6	447.1	516.5	659.5
营业毛利	292.2	208.6	52.3	111.4	100.3	203.2
管理费用	21.8	18.1	17.3	12.6	20.2	17.5
财务费用	1.0	-5.6	9.1	4.9	5.7	10.1
投资收益	-32.9	3.4	5.5	6.6	10.6	16.6
营业利润	7.4	203.6	37.0	99.9	84.4	194.7
归属母公司净利润	-135.6	190.9	30.0	128.6	-6.3	223.7
EPS（元）	-0.04	0.06	0.01	0.04	0.00	0.07
主要比率						
毛利率	46%	42%	13%	25%	19%	31%
管理费用率	3%	4%	4%	3%	4%	3%
营业利润率	1%	41%	9%	22%	16%	30%
有效税率	1676%	4%	15%	4%	106%	1%
净利率	-21%	38%	7%	29%	-1%	34%
YoY						
收入	-4%	-40%	-50%	-52%	-19%	32%
归属母公司净利润	-202%	-57%	-93%	-75%	-95%	17%

资料来源：公司报表、招商证券

2、油轮业务 2010 浅析：淡季不淡, 受益 VLCC 出色表现

历史上 4 月份本来是油轮运价的全年低点, 但是 VLCC 的 TCE 水平 4 月以来仍高达 5-6 万美元/天, 和一季度的均值基本持平, 预期二季度油轮市场将有望淡季不淡。

图3、VLCC的市场TCE水平 (2009.1-2009.4)



资料来源: Clarkson、招商证券

表 3、VLCC 单船盈利的简易模拟测算 (单位: 美元)

旧船 (单壳改双壳)				新船 (双壳)			
造价 (万)	8500	利息费用	8720	造价	11000	利息费用	10850
期租租金	50000	成本合计	29680	期租租金	50000	成本合计	34050
运营成本	11750	营业利润	720 万	运营成本	11750	营业利润	565 万
折旧	9200	利润率	41%	折旧	11500	利润率	32%

资料来源: 上市公司、招商证券

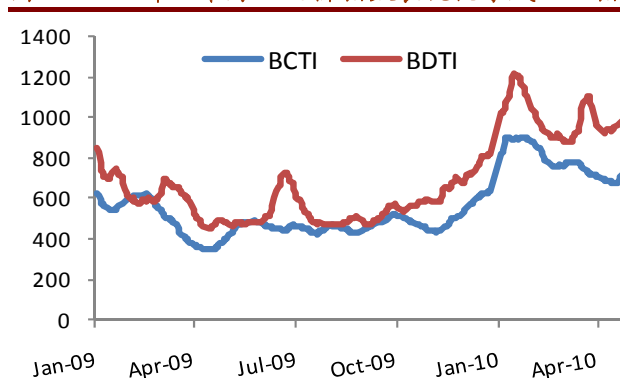
受供需关系影响, 年初以来原油轮运价走势强于成品油轮。招商轮船 (601872) 的油轮运输业务是相对于原油运输的弹性较高, 由此也成为市场上最大的受益者。

表 4、招商轮船旗下油轮船队及订单情况 (截至 2010.4)

	数量	船 队 载重吨	平均船龄	数量	订 单 载重吨	订单占比
VLCC	10	292.6	8.3	3	89.2	30.5%
Suezmax	1	14.7	18			
Aframax	6	63.9	5.1	1	11	15%
合计	17	371.3	7.8			

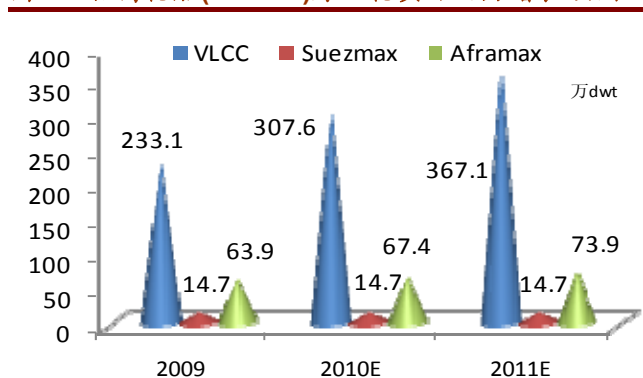
资料来源: 上市公司、招商证券

图4、2010年以来原油运价指数表现优于成品油指数



资料来源: 招商证券研发中心

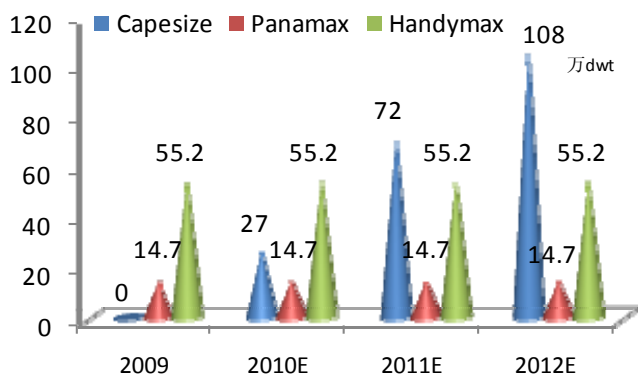
图 5、招商轮船(601872)原油轮实际运力增长预测



资料来源: 招商证券研发中心

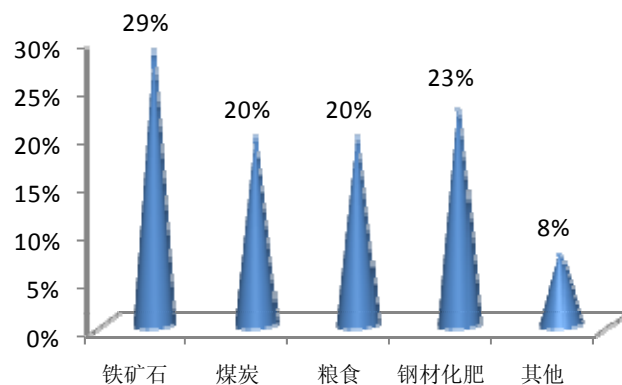
3、干散货运输业务 2010 浅析：Handymax 提升公司盈利

图6、招商轮船（601872）干散货实际有效运力增长



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

图7、招商轮船（601872）干散货运输的货种分类



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

由于新船交付（一季度净增运力占年初运力的 3.3%）较少，而中国和亚洲其他国家的煤炭进口在今年保持较快增长，供求关系良好，因此 Handymax 船型的运价走势强劲。

表 5、Handymax 单船盈利的简易模拟测算（单位：美元）

2010E				2011E			
造价(万)	2500	利息费用	1715	造价	2500	利息费用	1715
期租租金	25000	成本合计	9685	期租租金	22500	成本合计	9685
运营成本	5255	营业利润	535 万	运营成本	5255	营业利润	450 万
折旧	2715	利润率	61%	折旧	2715	利润率	57%

资料来源：上市公司、招商证券

招商轮船（601872）现有干散货运输的主力船型是 Handymax，这也是年初以来盈利能力最强的干散货船型。而在未来，公司干散货运力的扩张将以大型的 Capesize 为主。

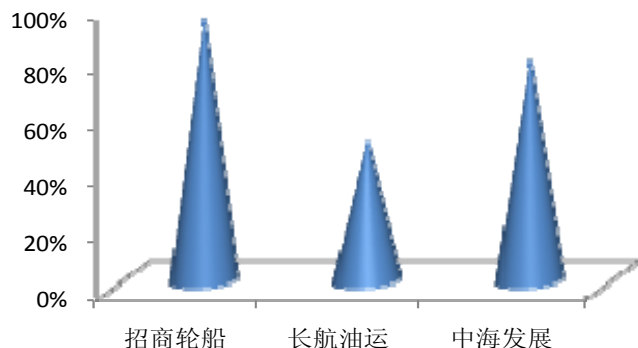
表 6、Handymax 是招商轮船干散货运输的主力船型（截至 2010.4）

万吨	数量	船 队		数量	订 单	
		载重吨	平均船龄		载重吨	订单占比
Capesize	1	18	0.2	6	108	600%
Panamax	2	14.7	6.6			
Handymax(49000)	6	29.4	13.6			
Handymax(43000)	4	17.2	17.0			
Handymax(42000)	2	8.4	18.0			
合计	15	87.9	14.7	6	108	123%

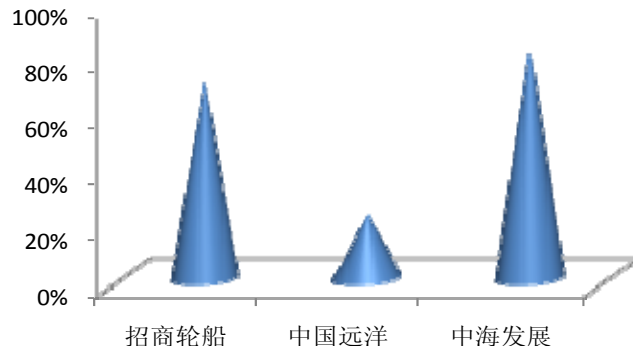
资料来源：上市公司、招商证券

4、受益船型结构特点, 公司 2010 年盈利将大幅改善

目前仅就 2010 年航运市场所观察到的特点来看，受供求关系影响，VLCC 与 Handymax 分别是今年以来油轮和干散货运输市场运价持续性表现最好的船型。行业内比较，招商轮船（601872）事实上也是最为受益 VLCC 与 Handymax 的航运企业，其原油轮比例要高于长航油运（600087）与中海发展（600026），Handy 船型的比例则要高于中国远洋，而中海发展的干散货运输有相当部分投入在沿海的内贸煤炭运输市场。

图8、招商轮船（601872）原油运输比例居于高位


资料来源：上市公司、招商证券研发中心

图9、干散货船东小船（Handymax+Handysize）比例


资料来源：上市公司、招商证券研发中心

2010 年油运输市场将淡季不淡超出预期，并且原油运输的供求关系好于成品油运输，招商轮船（601872）作为国内原油运输经营最为专注的油轮公司，将明显收益。干散货方面，公司历史上会将部分船舶用于 1 年左右的期租，租出时点主要集中在每年 1 季度和 2 季度，去年初签订的低运价合同部分被高运价合同替代，2010 年平均租出的价位亦因此相比 09 年年初的租价高很多，干散货船队的盈利要显著好于去年。

表 7、A 股航运业上市公司估值表

上 市 公 司			EPS			PE			PB
			09	10E	11E	09	10E	11E	
A 股航运业公司		股 价							
中国远洋	601919	11.7	-0.52	0.35	0.41		33.4	28.5	2.7
中远航运	600428	9.22	0.1	0.26	0.58	92.2	35.5	15.9	2.6
中海集运	601866	4.22	-0.55	0.1	0.28		42.2	15.1	1.9
招商轮船	601872	5.05	0.1	0.29	0.33	50.5	17.4	15.3	1.7
中海发展	600026	11.0	0.31	0.55	0.55	35.5	20.0	20.0	1.6
长航油运	600087	5.79	0	0.27	0.31		21.4	18.7	2.0
宁波海运	600798	5.60	0.03	0.15	0.18	186.7	37.3	31.1	2.7

资料来源：上市公司、招商证券

基于上述分析，我们认为招商轮船（601872）在 2010 年的盈利将为出现较为确定的改善。预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.29 和 0.33 元，对应 PE 为 17.4x 和 15.3x，估值水平位于行业低端，维持“审慎推荐”评级。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	4489	5256	3595	1697	1992
现金	4119	4926	3229	1445	1691
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	134	58	83	51	61
其它应收款	19	73	163	43	52
存货	86	41	69	33	39
其他	130	158	51	126	149
非流动资产	8548	9091	11066	12533	13092
长期股权投资	368	395	425	425	425
固定资产	4461	4722	7105	9148	11206
无形资产	0	0	0	0	0
其他	3720	3974	3537	2961	1461
资产总计	13037	14347	14661	14231	15083
流动负债	3394	2581	1525	377	394
短期借款	2747	1914	683	100	100
应付账款	196	144	106	185	221
预收账款	15	18	19	21	25
其他	436	505	718	71	49
长期负债	774	2185	3518	3488	3488
长期借款	606	2058	3518	3488	3488
其他	168	127	0	0	0
负债合计	4168	4766	5043	3865	3882
股本	3433	3433	3433	3433	3433
资本公积金	4318	4356	4390	4390	4390
留存收益	1008	1640	1633	2351	3162
少数股东权益	111	151	161	191	216
母公司所有者权益	8759	9430	9457	10175	10986
负债及权益合计	13037	14347	14661	14231	15083

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
经营活动现金流	1222	2054	681	1423	1771
净利润		1233	343	984	1111
折旧摊销		0	0	569	682
财务费用		0	0	34	55
投资收益		0	0	(80)	(100)
营运资金变动		0	0	(92)	(4)
其它		821	338	8	27
投资活动现金流	(3602)	(1682)	(2325)	(2024)	(1240)
资本支出		0	0	(2100)	(1240)
其他投资		(1682)	(2325)	76	0
筹资活动现金流	1763	472	(53)	(1183)	(285)
借款变动		0	0	(963)	(30)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	0	(266)	(300)
其他		472	(53)	46	45
现金净增加额	(616)	843	(1696)	(1784)	246

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	2421	3211	1864	3139	3736
营业成本	1356	1505	1392	2059	2451
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	81	75	68	72	86
财务费用	26	39	14	34	55
资产减值损失	2	235	(0)	0	0
公允价值变动收益	(47)	(7)	8	0	0
投资收益	(14)	(37)	26	80	100
营业利润	896	1313	425	1054	1244
营业外收入	39	123	37	60	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	934	1434	462	1114	1244
所得税	52	153	108	100	108
净利润	882	1282	353	1013	1135
少数股东损益	33	49	10	30	25
母公司所有者净利润	848	1233	343	984	1111
EPS (元)	0.25	0.36	0.10	0.29	0.32

主要财务比率

	2007	2008	2009	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-1%	33%	-42%	68%	19%
营业利润	-9%	47%	-68%	148%	18%
净利润	-4%	45%	-72%	187%	13%
获利能力					
毛利率	44.0%	53.1%	25.3%	34.4%	34.4%
净利率	35.0%	38.4%	18.4%	31.3%	29.7%
ROE	9.7%	13.1%	3.6%	9.7%	10.1%
ROIC	7.1%	8.8%	2.4%	7.1%	8.0%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	33.2%	34.4%	27.2%	25.7%
净负债比率	26.6%	29.2%	31.2%	25.4%	23.8%
流动比率	1.3	2.0	2.4	4.5	5.1
速动比率	1.3	2.0	2.3	4.4	5.0
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
存货周转率	21.6	23.7	25.4	40.5	68.8
应收帐款周转率	23.5	33.3	26.4	47.0	67.1
应付帐款周转率	9.3	8.9	11.2	14.2	12.1
每股资料(元)					
每股收益	0.25	0.36	0.10	0.29	0.32
每股经营现金	0.36	0.60	0.20	0.41	0.52
每股净资产	2.55	2.75	2.75	2.96	3.20
每股股利	0.14	0.11	0.03	0.08	0.09
估值比率					
PE	20.3	13.9	50.1	17.5	15.5
PB	2.0	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.1	9.1	17.8	9.3	7.8

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

纪敏，男 1998-2005，复旦大学，计算机科学技术专业学士、硕士；2005 年加盟招商证券，现为交通运输行业分析师，《中国港口》、《港口商学院》杂志通讯员。

常涛 北京大学光华管理学院 管理科学与工程专业硕士；中国科学技术大学 管理科学与工程专业学士。五年交通运输行业工作经验，现为招商证券交通运输行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。